

ЕФЕКТЪТ НА ЕВРОПЕЙСКИТЕ КРЕДИТНИ РЕГУЛАЦИИ ВЪРХУ ИПОТЕЧНОТО КРЕДИТИРАНЕ И ИНВЕСТИЦИИТЕ В ИПОТЕЧНИ ОБЛИГАЦИИ

Борислав Красимиров Киров
Стопанска академия „Д. А. Ценов“ – Свищов
Катедра „Финанси и кредит“
e-mail: b_kbg@yahoo.co.uk

Резюме: Ипотечното кредитиране запазва своята важна социална функция и след кризата, но продължава да представлява сериозен финансов риск както за потребителите, така и за кредитните институции, които отпускат ипотечни кредити. Еволюцията в кредитирането през последните десет години засилва конкуренцията на ипотечния пазар и е в тясна връзка с динамичните промени на цените на недвижимите имоти. Намаляването на лихвените равнища в Европа определя по-голямото търсене на ипотечни кредити и увеличава дела на закупените със заем имоти. Наблюдаваме нещо познато – агресивно кредитиране, натрупване на финансови рискове, породени от високите цени на жилищата, и реална възможност за „балонизиране на пазара“ при нисък ръст на икономиката и отрицателни лихви по депозитите. Позитивните очаквания са свързани с усъвършенстването и унифицирането на кредитните регулации в нормативната уредба на Европейския съюз след кризата и тяхното спазване, което трябва да осигури необходимия баланс за развитието на пазара на недвижими имоти, отпуснатите от банките ипотечни кредити и инвестициите в емитираните от тях ипотечни облигации.

В резултат на научното изследване авторът представя като основен извод, че: прилагането на приетите международни регулаторни механизми, които включват завишен външен и вътрешен одит в рамките на ЕС, трябва да постави като приоритет пред банковия и финансов надзор в България провеждането на перманентен, ефективен мониторинг върху финансовия сектор, структурата на инвестициите и сферите на инвестиране на всички институционални инвеститори, които са под техен контрол. Това ще гарантира разумно кредитиране от банките и финансова устойчивост в сектора, по-добра защита на потребителите на ипотечни кредити и на инвестициите в ипотечни облигации.

Ключови думи: ипотечно кредитиране, кредитни институции, европейски кредитни регулации, инвестиции в ипотечни облигации, застрахователни дружества, пенсионни фондове, финансов пазар.

JEL: G2, G18, G22, E5, E58, E43, G21, O16.

THE EFFECT OF EUROPEAN CREDIT REGULATIONS ON MORTGAGE LENDING AND INVESTMENT IN MORTGAGE BONDS

Borislav Krasimirov Kirov

D. A. Tsenov Academy of Economic – Svishtov

Department of Finance and Credit

e-mail: b_kbg@yahoo.co.uk

Abstract: Mortgage lending retains its important social function even after the crisis, but continues to pose a serious financial risk to both consumers and lending institutions. The evolution of lending over the last ten years has intensified competition in the mortgage market and is closely linked to the dynamic changes in real estate prices. Reducing interest rates in Europe determines the increased demand for mortgages and increases the share of purchased real estate. We see something familiar - aggressive lending, accumulation of financial risks caused by high housing prices and a real opportunity to "balloon the market" with low economic growth and negative interest rates on deposits. The positive expectations are related to the improvement and unification of credit regulations in the EU regulations after the crisis and their observance, which should provide for the necessary balance for the development of the real estate market, mortgages granted by banks and investments in their mortgage bonds. .

As a result of the research, the author presents as a major conclusion that: "the implementation of the adopted international regulatory mechanisms, which include enhanced external and internal audit within the EU, should place a permanent priority on banking and financial supervision in Bulgaria; effective monitoring of the financial sector, investment structure and investment spheres of all institutional investors under their control. This will ensure sound lending from banks and financial sustainability in the sector, better protection for consumers of mortgage loans and investments in mortgage bonds. "

Keywords: mortgage lending, credit institutions, European credit regulations, investment in mortgage bonds, insurance companies, pension funds, financial market.

JEL: G2, G18, G22, E5, E58, E43, G21, O16.

ВЪВЕДЕНИЕ

След кризата от 2008 г. ипотечното кредитиране продължава да има своята водеща позиция, но и да представлява сериозен финансов риск както за потребителите, така и за кредитните институции, които отпускат ипотечните кредити, тъй като те обикновено са в голям размер и за продълъг период. Това налага перманентно усъвършенстване на европейската регулаторна нормативна рамка, която да осигурява необходимия баланс за развитието на пазара на недвижими имоти и пазара на ипотечни кредити чрез разумното кредитиране от страна на банките и предотвратяване на прекомерната задлъжнялост на заемополучателите.

Обект на настоящата студия са ипотечното кредитиране и свързаните с него емисии и инвестиции в ипотечни облигации, а *предметът* на разработката е еволюцията на този процес и възникването на възможни ограничителни акценти за институционалните инвеститори с приемането на новата европейска регулационна рамка във финансовия сектор.

Целта на изследването е да се определят възможните тенденции, проблеми и предизвикателства при трудно предвидими кризисни ситуации, които стоят пред *банките, техните клиенти на ипотечни кредити, пазара на жилища, както и рисковете, свързани с инвестиции в емитирани от кредитните институции ипотечни облигации*. При така формулираната цел авторът си поставя следните научноизследователски задачи:

- Да се изведат основните проблемите и насоки за развитие на ипотечното кредитиране в рамките на ЕС след кризата;
- Да се изследва влиянието на законодателните регулаторни промени върху банковото ипотечно кредитиране и бъдещото развитие на ипотечния пазар в рамките на ЕС при съществуваща законодателна рамка, която дава възможност на небанкови компании в по-голяма част от европейските държави да отпускат ипотечни заеми чрез мрежа от ипотечни брокери;
- Да се изследва интересът на институционалните инвеститори в ЕС (застрахователните компании, пенсионните фондове и др.) към инвестиции в гарантирани с активи ценни книжа, каквито са ипотечните облигации, и към пазара на жилищни ипотeki.

I. Ролята на небанковите институции в еволюцията на банковото ипотечно кредитиране

Данни за поява на ипотечно кредитиране има от началото на VI в. пр. н.е. в Древна Гърция, където кредиторите са приемали като обезпечение на задължението на длъжника да става с „ипотека” на земя. Първите ипотекарни банки възникват през XVIII век в Германия, а развитието на пазара на ипотечни ценни книжа, гарантирани с ипотека, започва от Дания и намира бързо развитие в САЩ. Ипотечните кредити се отпускат от кредитните институции към потребителите предимно в парична форма. След 1929 г. в САЩ се създава Банка за предоставяне на ипотечни кредити и се приема Федерален закон за предоставяне на банкови заеми за закупуване на жилища.

Съгласно действащите нормативни уредби на национално равнище и според съвременната международна практика могат да се класифицират следните институции, които могат да отпускат кредити за закупуване на жилища (Илиев & колектив, 2007, стр. 134):

- търговските банки;

- застрахователните дружества;
- спестовните и кредитните каси;
- ипотечните банки;
- инвестиционните тръстове в недвижимо имущество;
- пенсионните фондове и др.

Бързото развитие на ипотечното кредитиране обаче се дължи на еволюцията в банковия сектор и най-вече на активната парична политика на централните банки в края на XX и началото на XXI век. С политиката на Федералния резерв на САЩ към намаляване на федералния лихвен процент от 6,5% до 1%¹ в годините преди световната финансова криза от 2008 г., се даде възможност на банките да свалят чувствително лихвите по ипотечните кредити и търсенето им бързо се увеличи. Това накара и институционалните инвеститори, постепенно да загубят интерес към инвестирането в държавни ценни книжа и да се насочват към ипотечните облигации, които „предлагат по-висока доходност”. Трябва да акцентираме и върху факта, че увеличеното търсене на ипотечни кредити е следствие и от провежданата от правителството на САЩ политика чрез приемането на важен нормативен акт – *Community Reinvestment Act*, който стимулира кредитирането с ипотечни кредити за граждани с ниски доходи, а създадените държавни агенции – „Фани Мей” (Федерална национална ипотечна асоциация – FNMA), „Фреди Мак” (Федерална корпорация за жилищни ипотекки – FHLMC) и „Джини мей” (Държавна национална ипотечна асоциация – GNMA) имат за основна цел да стимулират кредитните институции в кредитирането на жилища, като стават гаранتي по плащания и изкупуване на лоши ипотечни кредити от кредитните институции. Това определя ниския инвестиционен риск и добра доходност за инвестициите в ипотечни облигации, което бързо ги превръща в хит на финансовите пазари.

Водещи икономисти определят *структурната секюритизация* като възможност за превръщане на пряка собственост върху недвижимите имоти в собственост върху ликвидни ценни книжа (ипотечни облигации) на икономическите агенти, които притежават имотите. Този процес дава възможност на банките да предоставят за продажба на институционални инвеститори вземанията по отпуснатите от тях ипотечни кредити, които служат за обезпечение на емитираните ипотечни облигации. Това ги прави прехвърляем, атрактивен, ликвиден, финансов инструмент (ценни книжа обезпечени с ипотекки) на капиталовия пазар.

Поради големия интерес на финансовите пазари към емитираните от банките ипотечни облигации на пазара се появяват и *високорискови ипотечни кредити с вторична ипотека* за клиенти с по-нисък кредитен

¹ Federal Funds Rate – лихвен процент, който се използва при овърнайт депозити и се прилага между американските банки за регулиране на резервите им при централната банка на САЩ.

рейтинг. Друга важна алтернатива за ипотечното кредитране е издаването на ипотечни облигации върху събрани пакети от различни ипотeki (MBS - Mortgage backed securities), като възвръщаемостта им зависи от възвръщаемостта от раздадените ипотечни кредити. Структурираната секюритизация създава различни рискови норми, като най-добре структурираният и търсен от инвеститорите пакет от ипотечни облигации е този, който е застрахован в застрахователна компания и тя ще изплаща дивиденди при невъзможност за изплащането им от банката, която ги е емитирала (CDS - credit default swaps). Това дава основание на световните кредитни агенции да определят кредитните рейтинги на тези рискови ценни книжа от A++ до AAA, а за банките това е нова възможност да използват структурната секюритизация като схема за „ликвидиране” на риска, която ускорява финансовия оборот. „Пакетите” с по-високорискови ипотeki са предпочитани от хедж фондове, за да получават и по-високи купонни плащания.

Посочените по-горе събития обясняват динамичното развитие на *вторичния пазар на ипотeki*, като обемът от 18 милиарда долара през 1970 година бележи скок и само двадесет години по-късно емитираните на пазара ипотечни облигации достигат обем от 1627.2 милиарда долара.²

В приетия в България Закон за ипотечния кредит се дава дефиниция на ипотечния кредит като "отпускане на кредити срещу регистрирана ипотeka върху недвижима собственост, на основата на издаване на облигации". С еволюцията на ипотечното кредитиране, освен използването на ипотeki като обезпечението при отпускането на ипотечни кредити, пред клиентите се поставят и допълнителни изисквания като: съотношение месечни задължения по кредита/доход, границите на кредитиране (обикновено финансирането е до 70-80% от стойността на представеното обезпечение), срок за отпускане на кредита (в рамките до 30-35 години) и др.

С динамичното развитие на ипотечния пазар се появяват ипотечни кредити с променлив лихвен процент, който се влияе от динамиката в промените на основния лихвен процент, определян от БНБ.

Кредитните институции започват да анализират няколко важни фактора, които определят кредитния риск и спомагат за динамичното развитие на ипотечното кредитиране (Радков & колектив, 1998, стр. 585):

- необходимостта от собствено жилище или бизнес сграда;
- цел на инвестиране в недвижим имот;
- доходи и спестявания на икономическите агенти;
- параметри на ипотечния кредит;
- динамични промени на пазара.

Като базисни лихвени проценти, които служат за индикатор за лихвеното равнище при ипотечните кредити и определят тяхното търсене, проф. Милети Младенов посочва тези на междубанковия пазар, на цент-

² Преглед на стопанската политика. И.П.И., том I №12/март 2001г., с. 4.

ралната банка, лихвените проценти, които определят доходността по държавните ценни книжа и др. (Младенов, 1998, стр. 64-65).

В зависимост от предлаганите лихвени проценти могат да се класифицират няколко вида ипотечни кредити (Йотов, 2008):

- Заем с фиксирана лихва;
- Заем с променлива лихва;
- Хибридни заеми;
- Конвенционален заем;
- Заем с промоционална лихва;
- Чисто лихвен заем;
- Заем със стъпаловидно нарастващи погасителни вноски;
- Заем с променлива лихва и постепенно нарастващи погасителни вноски;
- Заем с предоговарян лихвен процент;
- Заем с ценово индексирание;
- Заем срещу участие.

Съгласно нормативната база в България, възможностите пред кредитните институции за осигуряване на финансов ресурс и предоставяне на ипотечни кредити са няколко: от собствения си капитал, дългосрочни влогове и депозити, емисии на ипотечни облигации и остатъка по краткосрочните влогове. (Радков & колектив, 1998, стр. 523-524).

В условия на икономически подем у нас преди кризата се наблюдава увеличаване на обема на ипотечните кредити, който достига в края на 2007 г до 5,61 млрд. лв.³ Имаше очакван срив след световната финансова криза в банковото кредитиране и у нас за да се възстанови след няколко години и през 2018 г. вече всеки месец банките да отпускат по 250 млн. лв. в ипотечни кредити, като за първите осем месеца на същата година новото ипотечно кредитиране по данни на БНБ надхвърля 2 млрд. лв. Този ръст на сделките с недвижими имоти се запазва и през следващата година като по данни на БНБ за раздадените на домакинствата кредити и аванси от банковата система към 30 ноември 2019 г. *жилищните ипотечни кредити са в размер на 12,4 млрд. лв.* Голямата конкуренция при ипотечното кредитиране кара банките у нас да търсят все по-често алтернативни външни източници за финансиране.

Предпочитан инструмент за външно финансиране на кредитните институции в световен мащаб преди кризата беше емисията на ценни книжа (ипотечни облигации). Важна предпоставка за това имаше големият бум на инвестиции в емитираните от тях ипотечни облигации, като се приемаше, че те имат „добра, гарантирана сигурност на дохода“ и „защитеност на вложението“, което ги правеше предпочитан за инвестиции финансов актив.

³ <http://www.bnb.bg>

В САЩ такива траншове от ипотечни облигации, гарантирани с еднотипни ипотечни заеми, които имат застраховка на AIG, са се секюри-тизирали от инвестиционните банки и са се продавали на инвеститори от цял свят с печат „AAA”.

На базата на създадената голяма конкуренция при ипотечното кредитиране и бързо развиващите се финансови пазари, където навлизат нови деривативни инструменти (фючърси и опции), се забелязва все по-голям интерес на банките за ускоряване на финансовия оборот преди кризата, което дава силен тласък в секюритизацията на ипотечни кредити и по-голямо предлагане на вторичния пазар на ипотечни облигации.

Със Закона за ипотечните облигации (ЗИО), приет през 2000 г., се слага началото на процеса на секюритизация и в България. Той осигурява на търговските банки възможност за директно финансиране от българския капиталов пазар. В ЗИО се регламентира правомощията на банките у нас като единствени кредитни институции, които могат да финансират отпускането на ипотечен кредит с емисия на ипотечни облигации.⁴

Кредитните институции, които имат лиценз да извършват дейност на банковия пазар у нас вече имат възможност да си възстановят паричния ресурс, раздаден като ипотечни кредити, за да направят нови капиталовложения, като на базата на законна ипотека върху закупените от клиентите имоти предлагат на инвеститорите емитираните от тях ипотечни облигации.

С приетия закон за ипотечните облигации се определят начинът на тяхното емитиране и изплащането от банките на основата на портфейлите им от кредити, обезпечени с една или повече първи по ред ипотеки в полза на банките върху недвижими имоти.

Съгласно закона за ипотечните облигации такива имоти са:⁵

- жилища;
- вили, сезонни и ваканционни жилища;
- хотели, ресторанти и други административни имоти;
- промишлени и складови помещения.

Търговски банки в България започват да пускат емисии на ипотечни облигации, но потенциалните инвеститори у нас трябва внимателно да анализират всички рискове от миналото, които основно могат да се класифицират на:

- *общи рискове* – произтичащи от общите условия на банковия пазар и имат външно влияние върху тях, като инвестиционната политика на институционалните инвеститори трябва да се съобразява с факторите, които ги определят.

⁴ Закон за ипотечните облигации. Обн. ДВ, бр.83 от 10 октомври 2000г., изм. ДВ, бр.24 от 31 март 2009 г.

⁵ Закон за ипотечните облигации. Обн. ДВ, бр.83 от 10 Октомври 2000г., изм. ДВ, бр.24 от 31 Март 2009 г.

- *специфични рискове* – при тях инвеститорите трябва да се съобразяват с финансовите и оперативните рискове като кредитен риск, ликвиден риск, пазарен риск, операционен риск, ценови риск, управление на капитала и др.

П. Благоев извежда няколко основни коефициента за ефективно управление на кредитния риск при ипотечните кредити, които са важни за кредитните институции. Това са (Благоев, 2002):

- Коефициент на концентрация по видове ипотечни кредити (ККИК) – той отразява структурирането на различните видове в общата кредитна експозиция на ипотечните кредити и общия кредитен портфейл на банката, като стои в основата при определяне на обема и сроковете, в които институцията може да емитира ипотечни облигации. Прилага се формулата:

$$\text{ККИК} = \text{ОРИК} / \text{Кп},$$

където:

ОРИК е общ размер на ипотечните кредити (като тук могат да се включат кредити за текущо потребление, кредити за строителство и покупка на жилище и др.)

Кп – общият размер на кредитния портфейл на банката.

- Общ коефициент за качеството на портфейла от ипотечни кредити (ОККИК) – той се основава на изследване зависимостите между общият размер на дълга - по отчетна стойност за ипотечните кредити, размерът на формираните нетни рискови експозиции, качеството на предлаганото обезпечение и приетата политика на провизиране.

- Коефициент за качество на портфейла от ипотечни кредити (ККИК) – той отразява степента на риска от структурата на класифицираните ипотечни кредити в общия кредитен портфейл от ипотечни кредити. Изследва влиянието на всяка рискова експозиция върху качеството на портфейла от ипотечни кредити.

- Коефициент на покритие на портфейла от ипотечни кредити (КИПК) - той определя степента на покритие на общия размер на нетна рискова експозиция на портфейла от ипотечни кредити, с фактически заделените провизии по този портфейл, като използваме формулата:

$$\text{КИПК} = \text{ЗПИК} / \text{НРЕИП},$$

където:

ЗПИК е общ размер на заделените провизии по ипотечните кредити;

НРЕИП – общ размер на НРЕ на портфейла от ипотечни кредити.

- Коефициент за качество на обезпечението на портфейла от ипотечни кредити.

През 2001г. в България е направена първата емисия ипотечни облигации, емитирана от Българо-американската кредитна банка АД (БАКБ) с номинал 3.3 млн. евро. След 2004 г. банката извършва секюритизация на вземания чрез обезпечения с ипотeki върху различни недвижими имоти с търговско предназначение в България през дружеството "Капитал Директ-1" АДСИЦ, И Ар Джи Капитал-1 АДСИЦ и дружество И Ар Джи Капитал-2 АДСИЦ. През октомври 2004 г. е втората емисия ипотечни облигации на ТБ "Алианс България", която е в размер на 15 млн. евро за срок 5 години, а трета емисия – за 20 млн. евро. Срокът на падежа е също за пет години с годишен купон от 3.75%, платим на шестмесечие. Обезпечението и на двете емисиите на ипотечни облигации, свързани с отпуснатите от банката ипотечни заеми, е с покритие 115%. В началото на 2003 г. ТБ "България инвест" (част от "Алианс България холдинг") анонсира емитирането на ипотечни облигации за срок от три години, на стойност между пет и седем милиона, като лихвата, която ще носят, ще бъде между 5.5% и 6.5%. До 2007 г. на Българската фондова борса – София (БФБ) са регистрирани за търговия 12 емисии ипотечни облигации, издадени от 7 банкови институции с общ номинал над 137 млн. евро, като се предлагат единствено неделими ипотечни облигации. През септември 2014 г. „Българо-американска кредитна банка“ АД продължава да е най-активна и вече емитира осма по ред емисия ипотечни облигации, която е в размер на 5 000 000 евро с ISIN код BG2100006142. Тези облигации се предлагат само на „Българска фондова борса – София“ АД (БФБ).⁶

Закупуването на ипотечни облигации подчертахме, че е процес на реално отпускане на пари на банката емитент, което означава, че инвеститорите трябва да имат актуална и точна информация за финансовото състояние на кредитополучателя. Задължителното спазване на новите европейски кредитни регулации трябва да гарантира финансовата стабилност в банковия сектор.⁷

При повишаване на лихвените равнища на финансовия ресурс за финансиране авторът прави извода, че все по-често търговски банки в България ще използват възможността за финансиране чрез емисии на ипотечни облигации. Това задължава институционалните инвеститори у нас да използват ефективна система за анализиране на всички рискове, свързани с инвестирането в ипотечни облигации, която да отчита евентуални шокови промени в цените на недвижими имоти следствие на балонизиране на имотните пазари и локална или глобална криза в банковия сектор.

⁶ Списък на емисиите, търгувани на Българската фондова борса – София.

⁷ През март 2019 г. БНБ извърши надзорен преглед и оценка (ПНПО), съгласно методологията на Европейския банков орган и определи допълнително капиталово изискване по стълб 2 на определени банки.

Трябва да акцентираме и върху факта, че през 2019 г. размерът на ипотечното кредитиране и конкуренцията на пазара на ипотечни кредити в световен мащаб се доближава до нивата от преди кризата. **Все по-агресивно в бизнеса с жилищни ипотeki навлизат и пенсионни фондове, застрахователни компании и други институционални инвеститори, тъй като при тях има по-висока възвръщаемост, а ипотечните кредити, с дълъг срок до падежа, все още са сериозен проблем за банките, които зависят от краткосрочно финансиране. При инвестиционните и пенсионните фондове, които предлагат по-ниски лихвени проценти и управляват средствата на клиентите си с десетилетия, такъв проблем не съществува.**

В подкрепа на този факт са данните за небанковото кредитиране на холандския ипотечен пазар, който се оценява на над 660 млрд. евро и продължава да расте, тъй като отпуснатите ипотечни заеми са при лихвени равнища между 2,5% и 2,8 % и банките трудно запазват вече доминиращата си позиции.

Небанковите институции в САЩ също заемат голям дял от ипотечното кредитиране. Те активно участват на ипотечния пазар, като използват опита на специалисти в областта на секюритизацията, които вече не предлагат ипотечни облигации на институционални инвеститори, а изготвят с потребители на ипотечни заеми ипотечни договори от тяхно име, като ги правят директно притежатели на ипотеките. Така небанковите институции, след кризата имат нови възможности – да влязат в бизнеса с жилищни ипотeki, като отпускат директно ипотечни заеми на клиентите или да се възползват от процеса на секюритизация в тандем с банките. Този процес дава представа, защо въпреки стремежа чрез новите кредитни регулации да се ограничи доминиращо влияние на банковия сектор на ипотечния пазар в рамките на ЕС, неговият дял сега се оценява на над 7 трлн. евро, а в САЩ е над 11 трлн. долара.

Тази бизнес схема в условията на по-ниски лихвени равнища изглежда, че е с **много ограничен инвестиционен риск** за небанковите институции, каквито са пенсионните фондове, тъй като клиентите, които правят вноски във фонда, инвестирал в ипотечни кредити, често са и потребители на заеми за закупуване на жилища, което означава, че те инвестират чрез пенсионния фонд в собствения си дълг. **При по високи лихвени равнища вече ипотечните облигации ще са предпочитани за инвестиции в сравнение с жилищните ипотeki.** Основното предизвикателство и **финансов риск** тук е свързан с ефективното оценяване на кредитоспособността на всеки от милионите клиенти.

Този процес съвпада с провежданата активна парична политика на централните банки, които понижиха лихвените проценти и в ЕС те вече достигат нулеви равнища. Това води до отрицателните лихви по някои от депозитите и негативната доходност по държавните ценни книжа, което е световна практика във водещи световни икономики, където кредитните

разходи клонят към нулата. Ниските лихви (в някои държави и с отрицателни равнища⁸) увеличават търсенето на ипотечни заеми и засилват конкуренцията сред кредиторите.

Заради агресивното навлизане на ипотечен пазар на небанкови институции в САЩ (т.нар. "сенчести банки", които отпускат рискови ипотечни заеми), има реална опасност от нови финансови трусове, тъй като те не се регулират от Федералната корпорация за застраховане на депозитите или от Федералния резерв и нямат достъп до кризисно финансиране от Федералния резерв. Единственият важен финансов регулатор, който ги следи и анализира за опасност от ликвидна криза, е Съветът за надзор върху финансовата стабилност (FSOC)⁹.

В свой анализ професор Нанси Уолас (Уолас, 2018) от Калифорнийския университет - Бъркли, посочва, че много от тези небанкови компании, които отпускат рискови жилищни заеми, подобно на банките, вече са зависими и от краткосрочно финансиране. Това означава, че при локална или глобална финансова криза, ще са финансово нестабилни и ще прекратят ипотечния си бизнес, което може да доведе до големи поражения на жилищния пазар и на националната икономика в САЩ.

Можем да обобщим, че динамиката и трусовете в развитието на ипотечното кредитиране преди и след кризата, както и свързаните с него реализирани успешно емисии на ипотечни облигации, се дължи и на измамното усещане в кредитните институции за възможно трайно прехвърляне на кредитния риск, свързан с отпуснатите от тях ипотечни кредити към институционални инвеститори на финансовите пазари от световен мащаб, които ги закупуват. С кризата на пазара на жилища през 2008 г. и спирането на плащанията за издължаване към кредитните институции в САЩ последваха масови възбрани върху имоти по рискови ипотечни кредити и срив в стойността на рисковите ипотечни облигации. Този процес и глобализацията в банковия сектор са основна причина за възникналата световна финансова криза и за създаване на нова международна регулаторна рамка в банковия сектор.

⁸ Jyske Bank – третият по големина кредитор на Дания, предлага ипотечна лихва от минус 0.5% по десетгодишните договори. Банковият лидер Nordea обяви, че пуска 20-годишни кредити с фиксиран нулев лихвен процент и 30-годишна ипотека с 0.5% годишна лихва. Въпросните офери се отнасят само до олихвяването на заемите, а банките използват по-високи дължими такси и комисионни за обработка и обслужване на кредитните сметки.

⁹ FSOC е създаден след финансовата криза от 2007–2008 по повод на ипотеците с висок риск. В него участват председателят на Федералния резерв - Джеръм Пауъл, и шефът на комисията за ценни книжа и борси - Джей Клейтън.

II. Международните банкови регулации и ограничаване на доминиращото влияние на банките на ипотечния пазар

Унифицирането на нормативната уредба в рамките на Европейския съюз трябва да гарантира по-добра финансова устойчивост в сектора, по-добра защита на потребителите на ипотечни кредити и по-стабилно икономическо развитие.

Действащата европейска правна рамка преди кризата не успя да осигури ефективен надзор от страна на централните банки и други международни регулаторни органи и не гарантира адекватна оценка на рисковите инвестиции в банковия сектор. Това доказва и провала на съществуващия до този момент финансов либерален модел на регулации в банковото дело, който отчасти се дължи на предоверяване в способността на финансовите пазари да се саморегулират, и на отговорността на кредитните институции да се самоуправляват (Захариев, и др., 2015, стр. 99).

Приетите от Базелския комитет по банков надзор международните банкови регулации - Базел I, Базел II и Базел III потвърждават стремежа за непрекъснато усъвършенстване на методиката за оценяване на капиталовата адекватност на банките. През 1999 г. се заражда идеята за второто споразумение (Базел II), което се прилага от 2006 г. като „Международно споразумение за оценяване на капитала и капиталови стандарти“. Пред банките се поставят три основни акцента – минимални изисквания за капиталова адекватност, процес на надзорни проверки и пазарна дисциплина. Базел II определя, изчисляването на претегления рисков размер на активите на банката да се съобразява с три вида рискове: кредитен риск, пазарен риск и операционен риск и предостави възможност на банките да предлагат сложни финансови продукти, като използват различни модели за оценяване на рисковия профил на своята дейност, което показва огромни слабости. След кризата, с Базел III¹⁰ се приеха задължителен комплекс от по-радикални правила за банковата система, които трябва да подобрят качеството и прозрачността на капиталовата база, ликвидността на банките и да създадат капиталови буфери за по-нисък риск от банкрут. Новите регулаторни ограничения трябва да осигурят по-добро покриване на рисковете, произтичащи от използването на сложни финансови инструменти (Захариев, и др., 2015, стр. 100).

¹⁰ Регулацията на банките в България вече се базира на новото капиталово споразумение - Базел III в Европейския съюз и т.нар. пакет ДКИ IV, който влезе в сила на 1 януари 2014 г. Регламентът и Директивата изграждат основната европейска правна рамка за дейността на кредитните институции и инвестиционните посредници, както и приложимите за тях надзорна рамка и пруденциални правила.

Новите международни банкови регулации допринасят за ограничаване на доминиращото влияние на банковия сектор на ипотечния пазар в рамките на ЕС за сметка на небанковите институции.

С приетите нови европейски регулации (каквато е европейската директива Платежоспособност II),¹¹ които регулира дейността, институционалните инвеститори като застрахователните компании, пенсионните фондове и др. действащи на територията на Европейския съюз не препоръчват рискови инвестиции (към тях вече попадат и гарантираните с активи ценни книжа, каквито са ипотечните облигации), затова те се насочат към по-стабилен пазар, какъвто е този на заемите и по-специално на жилищните ипотeki.

Законодателната рамка в някои държави от ЕС позволява на небанковите компании да отпускат ипотечни заеми чрез мрежа от ипотечни брокери. С нарастването на техния дял в ипотечния пазар при по-голяма конкуренция се счита, че полза ще имат както кредиторите, така и клиентите.

Директива 2014/17/ЕС на Европейския парламент и на Съвета от 04.02.14г.¹² поставя амбициозна цел, свързана със защитата на правата на потребителите на финансови услуги и защита на финансовата и банковата стабилност на страните-членки на Европейския съюз. Хармонизирането на нормативната уредба след 2014 г. на национално ниво в страните-членки на Съюза се очаква, че с въвеждането на новата регулаторна рамка ще е задължително условие за постигане на успех на тази политика за осигуряване на по-висока прозрачност, сигурност и доверие на пазара на ипотечни кредити. С осъществяването през 2014 г. в България промени в Закона за потребителския кредит (ЗПК) направихме крачка в тази посока чрез разширяване обхвата на закона спрямо ипотечните кредити във връзка с Директива 2014/17/ЕС относно договорите за кредити за жилищни недвижими имоти за потребители. Тези промени съвпаднаха със сериозното изпитание пред БНБ за запазване на стабилността на банковия сектор и поставянето под специален надзор на „Корпоративна търговска банка“ АД и „Креди Агрикол България“ ЕАД (ТБ „Виктория“) съгласно Закона за кредитните институции (ЗКИ) и множество сигнали на граждани за нарушени техни права в качеството им на потребители на финансови услуги.

Новите международни банкови регулации наложиха систематизирането на по-сложните промени в ипотечното кредитиране, които

¹¹ В началото на 2016-а е приета европейска директива "Платежоспособност II" (Solvency II), която регулира дейността на застрахователните компании на територията на Европейския съюз за постигане на по-добра капиталова адекватност, оценка на риска, платежоспособността и финансова стабилност.

¹² Приемане на директива 2014/17/ЕС на Европейския парламент и на Съвета от 04.02.14г. относно договора за кредити за жилищни имоти, за потребители и за изменение на директиви 2008/48/ЕО и 2013/36/ЕС и регламент (ЕС) н. 1093/2010.

бяха въведени у нас през 2016 г. със Закона за кредитите за недвижими имоти на потребителите (ЗКНИП).¹³

Този закон определя възможностите за предоставяне на кредити за недвижими имоти на потребители, условията и реда за регистрация на кредитните посредници и контрола върху тях. Определя се нормативна регулаторна рамка за отпускането на две категории ипотечни кредити: за закупуване на недвижими имоти като кредити, обезпечени с ипотека или друго сравнимо обезпечение върху недвижим имот, и кредити, чиято цел е придобиване или запазване на вещно право върху недвижим имот.¹⁴

Новата нормативна уредба поставя основата на една по-стабилна рамка на ипотечното кредитиране, която има за цел да:¹⁵

- ✓ осигури по-добра защита на потребителите, като се дава възможност за вземане на информирано решение при получаване на кредити за недвижими имоти на потребители;
- ✓ осигури по-добри условия за прецизно и отговорно поведение на кредиторите и кредитните посредници при предоставяне на кредити за недвижими имоти на потребители;
- ✓ насърчи отговорно поведение на потребителите при получаване на кредити за недвижими имоти с цел предотвратяване на прекомерната им задлъжнялост.

III. Възможни ограничителни акценти за институционалните инвеститори при инвестирането в ипотечни облигации

С влизането в сила на новите международни банкови и застрахователни регулаторни рамки се поставя за цел да се гарантира тяхната финансова стабилност, като се ограничат инвестициите на тези важни институционални инвеститори в рискови финансови активи. Застрахователните компании заедно с инвестиционните, пенсионните фондове и банките имат водещи позиции в рамките на паричните и капиталовите пазари, тъй като големият паричен ресурс, който се акумулира в застрахователните фондове, служи като основен източник на инвестиции в икономиката. В Р България те имат решаваща роля за финансиране на вътрешния ни дълг, защото правят най-големите си инвестиции в Държавни ценни книжа (ДКЦ). Затова анализът и управлението на инвестиционния риск са приоритет в условията на новата европейска директива Платежоспособност II от 2016 г. за застрахователния пазар, тъй като застраховането е основен

¹³ Обн. ДВ, бр.59 от 29 юли 2016 г., доп. ДВ, бр.97 от 6 декември 2016 г., доп. ДВ, бр.103 от 28 декември 2017 г., изм. и доп. ДВ, бр.20 от 6 март 2018 г., доп. ДВ, бр.51 от 19 юни 2018 г., изм. ДВ, бр.17 от 26 февруари 2019 г.

¹⁴ Пак там.

¹⁵ Пак там

стабилизатор в процеса на общественото възпроизводство и има важна роля за социално-икономическото развитие на обществото. В тази връзка Комисията за финансов надзор акцентира в своите насоки върху възможностите за оценка на процесите за управление на инвестиционния риск и механизмите за вътрешен контрол на застрахователните компании за постигане на по-ефективна защита на потребителите на застрахователни продукти.

Можем да обобщим, че като основни акценти в приетата нова европейската директива "Платежоспособност II" (Solvency II) ще се регулират дейностите на застрахователните компании, свързани с управлението на инвестиционния риск, защита на интересите на потребителите на застрахователни продукти и платежоспособността. Повишава се контролът върху структурата на инвестициите и сферите на инвестиране на застрахователните дружества.

Всеки застраховател се стреми правилно да инвестира свободните парични средства, за да може да получи по-висока възвръщаемост от инвестицията. Правилното инвестиране, в подходящи ликвидни инвестиции, ще окаже влияние върху платежоспособността на застрахователните дружества. С повишаване степента на рисковите инвестиции се засилва необходимостта от увеличаване степента на мониторинг, одиторски и текущи проверки, извършвани от надзорните власти. Директива "Платежоспособност II" регламентира рисковата природа на застрахователния бизнес и определя инвестициите на застрахователните компании да се различават от други инвестиционни дейности.

Застрахователните компании инвестират временно свободни парични средства, съобразно разработени принципи за разпределение на средствата, необходими както за инвестиционната, така и за застрахователната дейност. Основните принципи са:

- ✓ ликвидност – структурата на инвестициите в активи да позволява тяхното бързо и безпроблемно превръщане в ликвидни средства;
- ✓ надеждност – инвестиране на временно свободните парични средства да гарантира тяхната сигурна и надеждна възвръщаемост;
- ✓ доходност – запазване и увеличаване на стойност на вложените парични средства.
- ✓ диверсификация – да се гарантира по-висока устойчивост на инвестиционния портфейл.

Преди въвеждането на новите европейски регулационни рамки и принципи, застрахователните компании и други институционални инвеститори можеха да избират между няколко вида инвестиционни политики:

- ✓ агресивна – възможност за високи печалби при висок риск. Висок относителен дял на инвестиции в инструменти с променлив доход;
- ✓ балансирана – средно ниво на риск и възможност за умерени печалби и загуби. Балансирано разпределение между инструментите с фиксиран и променлив доход;

✓ консервативна – нисък риск и малка вероятност за загуба, но и ниска доходност. Нисък относителен дял на инвестициите в акции и дялове и висок процент на инвестиции в държавни ценни книжа и облигации.

Европейска директива Платежоспособност II и новият Кодекс за застраховането трябва да гарантират въвеждането на ефективна система за оценка на риска и надзор върху управлението на капитала. Това ще доведе до по-добра защита на потребителите на застрахователни продукти, финансова стабилност на застрахователните компании чрез нов тристълбов модел на управление, който въвежда стабилен надзорен режим върху структурата на инвестициите, оценката на инвестиционния риск и капиталовите резерви.

Проведените стрес тестове от Европейския орган за застраховане и професионално пенсионно осигуряване (ЕЮРА)¹⁶ на застрахователни дружества от ЕС след прилагането на новата регулаторна рамка с Платежоспособност II имат за цел да установят къде точно е уязвим европейският застрахователен сектор и да се направят съответните препоръки към националните финансови контролни органи, с цел да имат готовност да посрещнат различни предизвикателства и опасности пред нормалното функциониране на застрахователния пазар.

Управлението на такива големи по размер инвестиционни ресурси, събрани от многобройните индивидуални вноски, при застрахователните компании и поддържането на необходимите технически резерви за покриване на възможни загуби е голямото предизвикателство и отговорност пред техния финансов мениджмънт. Инвестициите на застрахователните компании се осъществяват при задължителното условие за съчетаване на инвестиционните стратегии със законовите ограничения, които стоят пред тях. Те трябва да отговарят на изискванията на регулаторна рамка Платежоспособност II, което ще гарантира на застрахователните дружества добра устойчивост, ликвидност и възможност да използват печалбите от инвестиционна дейност за покриване на загуби при изпълнение на основната им дейност за защита на потребителите на различни застрахователни продукти. Изборът за инвестиции в определени активи трябва да е в законово приетите рамки, а техният размер – в рамките на нормативните ограничения. Това задължава застрахователните компании в България да избягват рисковите сфери на бизнеса и да влагат предимно свободните средства,

¹⁶ Съгласно Регламент (ЕС) № 1094/2010 на Европейския парламент и Съвета от 24 ноември 2010 г. за създаване на Европейски надзорен орган (Европейски орган за застраховане и професионално пенсионно осигуряване). ЕЮРА е част от Европейската система за финансов надзор. Това е независим орган, който предоставя съвети на Европейската комисия, Европейския парламент и Съвета на Европейския съюз. Застрахователните компании трябва да спазват спуснатите насоки от ЕЮРА за въвеждане на система за управление, която поставя нови изисквания за капиталова адекватност, анализ и собствена оценка на риска и платежоспособността.

като инвестират в държавни ценни книжа (ДЦК), корпоративни облигации, депозити в банките или директни инвестиции в недвижими имоти. *Въпреки че след кризата банките в ЕС са сред най-контролираните институции от международните надзорни органи, счита се, че емитираните от тях ипотечни облигации са по-високорискови от ДЦК поради риск от фалит на емитента или възможно обезценяване на недвижимото имущество, което е обект на обезпечение.*

По данни на БНБ през 2017 г. застрахователните дружества управляват активи на обща стойност 7.297 млрд. лв., като 51.5% (3.761 млрд. лв.) са вложени в облигации, друга част от тях са предоставени за управление в договорни фондове – 11.9% (867.8 млн. лв.) или вложени в депозити – 9.3% (681.7 млн. лв.). Точно половината – 50.1% (3.658 млрд. лв.) от активите на действащите у нас застрахователни компании са инвестирани в България и 45.4% (3.311 млрд. лв.) са инвестирани в държави от ЕС. Забелязва се лека промяна от предходната 2016 година в съотношението на управляваните активи на дружествата, извършващи общо застраховане и животозастраховане, като относителният им дял в общия размер е в съотношение 72.1% към 27.9%. Повишават се с 8.7% (174.7 млн. лв.) собственият капитал на застрахователните компании за да достигнат на годишна база до 2.190 млрд. лв. и застрахователните технически резерви – с 8.4%, за да нарастват на годишна база с 328.8 млн. лв. като достигат 4.252 млрд. лв.¹⁷

Инвестиционният ресурс на застрахователните дружества и пенсионните фондове в Европейския съюз определят тяхното важно място в икономиката. Състоянието на българската икономика и недоразвитият капиталов пазар у нас определят мащабите на инвестициите на застрахователните компании, които са представени на българския застрахователен пазар като далеч по-скромни, но все пак значими. Финансовият контрол върху инвестиционната им дейност заема важно място заради нейния типично рисков характер. От избора на ефективни инвестиционни стратегии и диверсификация на инвестиционните портфейли зависи тяхната финансова устойчивост, сигурност, ликвидност и капиталова адекватност. Това определя слабия интерес на застрахователните дружества след кризата към инвестиции в корпоративни акции и облигации на фондовата борса у нас и насочването им към инвестиции на чуждестранните борси, където европейските компании са с по-добри финансови показатели.

За по-голямата част от инвестиционните стратегии на застрахователните компании, които действат на българския застрахователен пазар, може да се каже, че са балансирани според относителния дял на рискови активи в инвестиционните си портфейли. С влизането в сила на новата регулаторна рамка Платежоспособност II и новия Кодекс за застраховането зна-

¹⁷ <http://www.bnb.bg>

чителна част от застрахователните компании в България преминава към консервативен метод на управление на инвестициите.

Изследването и анализът на инвестиционния риск за застрахователните компании в ЕС ще намира все по-широко приложение в условията на интензивно технологично развитие и появата на нови финансови продукти. При покачване на лихвените равнища за такива институционални инвеститори инвестирането в ипотечни облигации може да осигури по-добра доходност, но те трябва да отчитат спецификата и динамиката на пазара на недвижими имоти и ипотечните кредити. Това важи най-вече за застрахователните компании, които функционират на българския застрахователен пазар в извънредно сложна и бързо променяща се среда с множество известни и най-вече неизвестни рискове. Предизвикателствата пред финансовите мениджъри, които работят в условията на европейската регулаторна рамка Платежоспособност II е да се съобразяват, да ограничават и да избегнат големите инвестиционни рискове. Тези рискове, за да бъдат управлявани, се изисква съобразяване на инвестиционната политика на инвеститорите с новите европейски регулаторни рамки.

Световната финансова криза доказва, че в световната икономика може да има различни източници на риск, които са свързани с макроикономически фактори (динамични промени в националната и световна икономика) и не могат да бъдат елиминирани чрез диверсификация. Това поставя нови изисквания пред финансовите мениджъри на застрахователните дружества и други институционални инвеститори, които трябва да оптимизират структурата на инвестиционни портфейли, така че да могат да отговорят успешно на всички предизвикателствата на капиталовия пазар.

От направеното изследване можем да обобщим няколко важни **извода**, свързани с ипотечното кредитиране, процеса на секюритизация и инвестициите в ипотечни облигации:

Първо – съвременният банков мениджмънт трябва да включва добре обучен мениджърски екип, с нови бизнес концепции и стратегии, за да се справят с конкуренцията на ипотечния пазар и да запазят лидерските позиции на банките между многобройните финансови институции, които предлагат финансови услуги. Международните банкови регулации изискват нов подход към ипотечното кредитиране и отношения между кредитори и клиенти.

Второ – финансовата стабилност на банките и устойчивото развитие на ипотечния пазар у нас ще зависят от спазването на новите международни регулаторни рамки и приспособяване на кредитна политика на банковия мениджмънт към динамичните промени на пазара, защото голямата кредитна активност, при очаквано увеличение на лихвените проценти, ще осигури по-добра доходност на банките, но всяка локална или глобална криза в икономиката, ще се отрази съществено върху заетостта и доходите, което ще понижи кредитоспособността на клиентите и ще увеличи кредитния риск.

Трето – кредитните институции трябва да прилагат съвременните концепции и нови отговорности по отношение на клиенти и акционери, за да повишат своята конкурентност в условията на все по-чести икономически възходи и спадове в банковия сектор.

Четвърто – небанкови компании в ЕС, които зависят от краткосрочно финансиране, но агресивно отпускат жилищни заеми трябва да попадат в обхвата на международни регулации за да могат при локална или глобална финансова криза да са финансово по-стабилни и да не дестабилизируют пазара на жилища и европейската икономика.

Пето – ефективното използване на приетите механизми на външен и вътрешен одит в рамките на ЕС трябва да постави като приоритет пред банковия и финансов надзор в България перманентен мониторинг върху банковия сектор, структурата на инвестициите и сферите на инвестиране на всички институционални инвеститори, които са под техен контрол. Това трябва да осигури разумно кредитиране от банките и финансова устойчивост в сектора, по-добра защита на потребителите на ипотечни кредити и на инвестициите в ипотечни облигации.

Шесто – при постепенно покачване на лихвените равнища в световен мащаб инвестирането в ипотечни облигации може да осигури на институционалните инвеститори по-добра доходност в сравнение с директните инвестиции в жилищни ипотекки, но те трябва да отчитат спецификата и динамиката на пазара на недвижими имоти и ипотечните кредити.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Политиката на централните банки към поддържане на ниски лихвени равнища и през 2019 г. осигурява голям ръст на ипотечните кредити в ЕС и създава възможност за балонизиране на имотните пазари особено в по-големите градове и столиците. В административните центрове цените на жилищата се покачват с двуцифрени темпове, като се натрупват финансови рискове, породени от високите цени на недвижимите имоти при нисък ръст на икономиката и отрицателни лихви по депозитите. Европейският съвет за системен риск (ЕССР) отчита факта, че в над 50% от страните от ЕС се връщаме към кризисните върхове отпреди кризата на жилищните пазари и логично се натрапва въпросът: Дали сме направили изводи от последната голяма криза на пазара на недвижими имоти и свързаната с тях търговия на ипотечни облигации?

Инвестициите в ипотечни облигации се приемат като предпочитан финансов актив сред институционалните инвеститори за дълъг период от време преди кризата, защото имат „добро обезпечение” и гарантират „добра доходност”. След 2008 г. се „охлади трайно” интересът им към тях, но при сегашното състояние на финансовите пазари и ниската доходност

(в някои държави тя е отрицателна) при държавните ценни книжа (ДКЦ), те могат отново да се превърнат в пазарен хит.

Новата европейска регулаторна рамка за инвестиционната политика на банките и други институционални инвеститори си поставя амбициозна цел да постигне положителни резултати при стабилизирането на банковия сектор и финансовите пазари. С приетите механизми на външен и вътрешен одит в рамките на ЕС се поставя като приоритет пред банковия и финансов надзор в България провеждането на ефективен реален мониторинг върху структурата на инвестициите и сферите на инвестиране на всички институционални инвеститори, които са под техен контрол. Това трябва да възпира агресивното кредитиране от банките и да осигури финансова устойчивост в сектора, по-добра защита на потребителите на ипотечни кредити и на инвестициите в емитираните от кредитните институции ипотечни облигации.

Използвани източници

- Благоев, П. (2002). Управление на кредитния риск при ипотечните кредити. *СЮ България*.
- Захариев, А., Вълчев, Ж., Пътев, П., Ангелов, А., Милинов, В., Маринов, М. и др. (2015). *Управление на капиталите (Теория и практика)*. В. Търново: Фабер.
- Илиев, П., & колектив. (2007). *Недвижимата собственост в България в условията на Евроинтеграция*. ИУ - Варна: Наука и икономика.
- Йотов, С. (2008). Фактори, формиращи цените на жилищата в България. *Икономическа мисъл*.
- Мишкин, Ф. (1995). *Теория на парите, банковото дело и финансовите пазари*. София.
- Младенов, М. (1998). *Пари банки кредит*. София.
- Радков, Р., & колектив. (1998). *Пари и банки*. В. Търново: Абагар.
- Уолас, Н. (2018). *Ликвидните кризи на ипотечния пазар*. Бъркли.

СТОПАНСКА АКАДЕМИЯ „Д. А. ЦЕНОВ“ - СВИЩОВ

ГОДИШЕН
АЛМАНАХ
НАУЧНИ ИЗСЛЕДВАНИЯ
НА ДОКТОРАНТИ



НАУЧНИ ИЗСЛЕДВАНИЯ
НА ДОКТОРАНТИ

ГОДИШЕН
АЛМАНАХ



Том XII, 2019
Книга 15

Том XII, 2019 г.
Книга 15

Академично издателство
„ЦЕНОВ“ - Свищов

РЕДАКЦИОНЕН СЪВЕТ:

Доц. д-р Стефан Маринов Симеонов – главен редактор

Доц. д-р Росица Христова Колева – зам.главен редактор

Доц. д-р Красимира Борисова Славева – организационен секретар

Доц. д-р Марина Ангелова Николова

Доц. д-р Христо Георгиев Сиращки

Доц. д-р Ваня Григорова

Екип за техническо обслужване:

Анка Петкова Танева – стилев редактор

Ст. преп. Маргарита Евгениева Михайлова – превод и редакция
на английски език

Милена Димитрова Александрова – технически секретар

ISSN 1313-6542

СЪДЪРЖАНИЕ

Студии

Таня Стайкова Йорданова ПОВЕДЕНИЕ НА ДОМАКИНСТВАТА В БЪЛГАРИЯ ПРИ ВЗЕМАНЕ НА РЕШЕНИЯ ЗА СПЕСТЯВАНЕ И ИНВЕСТИРАНЕ	5
Анелия Стефанова Пенева АНАЛИЗ НА ВЗАИМОВРЪЗКИТЕ МЕЖДУ КАПИТАЛОВИТЕ И ВАЛУТНИТЕ ПАЗАРИ	29
Криста Цветанова Нейкова КОНЦЕПТУАЛНИ ОСНОВИ НА ЛОЯЛНОСТТА	51
Борислав Красимиров Киров ЕФЕКТЪТ НА ЕВРОПЕЙСКИТЕ КРЕДИТНИ РЕГУЛАЦИИ ВЪРХУ ИПОТЕЧНОТО КРЕДИТИРАНЕ И ИНВЕСТИЦИИТЕ В ИПОТЕЧНИ ОБЛИГАЦИИ	78
Мариета Бориславова Спасова ПРОГРАМАТА ЗА ОСИГУРЯВАНЕ НА КАЧЕСТВО И УСЪВЪРШЕНСТВАНЕ – ОСНОВА ЗА ПОВИШАВАНЕ КАЧЕСТВОТО НА ВЪТРЕШНИЯ ОДИТ В ПУБЛИЧНИЯ СЕКТОР	98
Михаела Стоянова Монова НОВИТЕ ЗАКОНОДАТЕЛНИТЕ ПРОМЕНИ ПО ЗАСТРАХОВКА „ГРАЖДАНСКА ОТГОВОРНОСТ” НА АВТОМОБИЛИСТИТЕ И ВЛИЯНИЕТО ИМ ВЪРХУ ФИНАНСОВАТА СТАБИЛНОСТ НА БЪЛГАРСКИЯ ЗАСТРАХОВАТЕЛЕН ПАЗАР	125

Статии

Юлиан Сашков Бенов АНАЛИЗ НА АКТУАЛНИТЕ ПРОБЛЕМИ В БАНКОВАТА СФЕРА И НЕЙНАТА СТРАТЕГИЧЕСКА ОРИЕНТАЦИЯ В КОНТЕКСТА НА ДИГИТАЛИЗАЦИЯТА НА БАНКОВИТЕ УСЛУГИ В ЕС	157
Пресиян Илианов Василев ОРГАНИЗАЦИОННИ ПОДХОДИ ЗА МИНИМАЛИЗИРАНЕ НА КИБЕРРИСКОВЕТЕ ПРИ ОДИТОРСКАТА ДЕЙНОСТ	174

Цветелина Красиминова Иванова НАСОКИ ЗА УСЪВЪРШЕНСТВАНЕ НА ОРГАНИЗАЦИОННАТА КУЛТУРА	190
Димитър Пламенов Попов ИЗСЛЕДВАНЕ НА ОБЕМА И ДИНАМИКАТА НА СЕКЮРИТИЗИРАНИЯ ВЪТРЕШЕН ДЪРЖАВЕН ДЪЛГ НА РЕПУБЛИКА БЪЛГАРИЯ В ПЕРИОДА СЛЕД ПРИСЪЕДИНЯВАНЕТО КЪМ ЕС	213
Пламен Василев Георгиев СЪСТОЯНИЕ И ТЕНДЕНЦИИ В РАЗВИТИЕТО НА БЪЛГАРСКАТА ИКОНОМИКА. ЕФЕКТИ И ЗАПЛАХИ ЗА БАНКОВАТА СИСТЕМА	226
Светла Михайлова Боянова ОТНОСНО ЗНАЧЕНИЕТО НА ВЪТРЕШНИЯ КОНТРОЛ ЗА БАНКОВАТА СИГУРНОСТ	237
Венцислав Георгиев Диков РЕГУЛАТОРНА РАМКА ЗА ФИНАНСОВО-ИКОНОМИЧЕСКА ЗАЩИТА НА АВТОРСКИТЕ ПРАВА В ЕС	266
Муса Мустафа Сръкьов МОДЕЛ ЗА ФИНАНСИРАНЕ НА СРЕДНИТЕ УЧИЛИЩА „БОНУС–ВАУЧЕР“	277
Николай Тодоров Здравков УПРАВЛЕНСКИ ФИНАНСОВ АНАЛИЗ НА ЗАСТРАХОВАТЕЛНИТЕ ПОСРЕДНИЧЕСКИ ФИРМИ - СРАВНИТЕЛЕН АНАЛИЗ НА МОДЕЛИ НА СВОБОДНИТЕ ПАРИЧНИ ПОТОЦИ	285
Таня Иванова Рисемова ПРОБЛЕМИ НА ЗАЕТОСТТА И БЕЗРАБОТИЦАТА В БЪЛГАРСКИТЕ ОБЛАСТИ ПО ТЕЧЕНИЕТО НА ДОЛЕН ДУНАВ	298
Ана Борисова Иванова ИЗТОЧНИЦИ И МОДЕЛИ ЗА ФИНАНСИРАНЕ НА ЗДРАВЕОПАЗВАНЕТО – СПЕЦИФИКА И ЕФЕКТИВНОСТ ПРИ ПРЕДОСТАВЯНЕ НА ЗДРАВНИ УСЛУГИ ...	313
Люба Мартинова Митева КРИТИЧЕН АНАЛИЗ НА ПРОБЛЕМИТЕ В БОЛНИЧНИЯ СЕКТОР	325

Станислав Иванов Шишманов БАНКИТЕ И КАСОВОТО ИЗПЪЛНЕНИЕ НА ДЪРЖАВНИЯ И ОБЩИНСКИТЕ БЮДЖЕТИ	341
Валери Йорданов Велковски ПРОБЛЕМИ НА УСТРОЙСТВЕНИТЕ ПОЛИТИКИ И УСТРОЙСТВЕНИТЕ МЕРОПРИЯТИЯ В ЗЕМЕДЕЛСКИТЕ ЗЕМИ (НА ПРИМЕРА НА ЕМПИРИЧНО ИЗСЛЕДВАНЕ)	355
Симеон Венциславов Симеонов СПЕЦИФИКА НА ТУРИСТА ПРАКТИКУВАЩ КУЛИНАРЕН ТУРИЗЪМ	383
Emre Zafer Güney BUTCHERS SCHEDULING MODEL EXAMINATION BY TIME STUDY OBSERVATIONS	398
Андрей Йорданов ПРЕДИЗВИКАТЕЛСТВАТА ПРЕД ТОВА ДА БЪДЕШ AGILE /SCRUM	408
Диана Христова КОРПОРАТИВНА АМНЕЗИЯ И МОНИТОРИНГ НА НЕЯВНИТЕ ЗНАНИЯ В ОРГАНИЗАЦИИТЕ	416
Борислав Боев ПРОЕКТНОТО УПРАВЛЕНИЕ ПРИ ИЗГРАЖДАНЕТО НА НОВИ ЯДРЕНИ МОЩНОСТИ – ОСОБЕНОСТИ И ПРЕДИЗВИКАТЕЛСТВА	424
Димитър Георгиев Тричков ПАЗАРНИ ПРЕДИЗВИКАТЕЛСТВА И ВЪЗМОЖНОСТИ ПРЕД ТЕЛЕКОМИТЕ В БЪЛГАРИЯ	445
Veneta Todorova Lyubenova BRAND TRUST AS A SOURCE OF BRAND EQUITY	473
Росица Атанасова Проданова ЕВРОПЕЙСКАТА ЦЕНТРАЛНА БАНКА – АНАЛИЗ НА ИНСТИТУЦИЯТА И ПОЗИЦИЯТА Ѝ В СЧЕТОВОДНИЯ БАЛАНС	488
Зорница Крумова ИНОВАЦИИ – ОСНОВЕН ФАКТОР ЗА ПОВИШАВАНЕ НА КОНКУРЕНТОСПОСОБНОСТТА	507
Yaakov Itach FINANCIAL LITERACY LEVEL OF HIGH SCHOOL STUDENTS AND ITS ECONOMIC PATTERNS REFLECTIONS	518

ГОДИШЕН
АЛМАНАХ
НАУЧНИ ИЗСЛЕДВАНИЯ НА ДОКТОРАНТИ
Студии и статии
Том XII – 2019, книга 15

Даден за печат на 28.05.2020 г., излязъл от печат 02.06.2020 г.
Поръчка № 18464; формат 16/70/100; тираж 50

ISSN 1313-6542

Издателство и печат: Академично издателство „Ценов“
Свищов, ул. Градево № 24